

Aplikačné problémy hodnotenia ekonomickej efektívnosti investícií v malých a stredných podnikoch v SR¹

Application Problems with Evaluation of Economic Effectiveness of Investments in Small
and Medium-sized Enterprises in Slovakia

Katarína Belanová

Abstrakt

Medzi kľúčové činnosti kapitálového rozpočtovania, ako jednej z rozhodujúcich oblastí finančného riadenia a rozhodovania podniku vôbec, patrí rozhodovanie o tom, či prijať a realizovať daný projekt alebo portfólio projektov, alebo ich naopak zamietnuť. V článku poukazujeme na aplikačné problémy, ktoré súvisia s uplatňovaním teoretických poznatkov o hodnotení ekonomickej efektívnosti investičných projektov v praxi jednak všeobecne, jednak v malých a stredných podnikoch v SR. Ako vyplýva z výsledkov empirického prieskumu uskutočneného v roku 2013 v 62 malých a stredných podnikoch, základnou metódou rozhodovania o investíciách v malých a stredných podnikoch je intuícia. Navyše na základe porovnania s predchádzajúcimi rokmi dokumentujeme pretrvávajúce a upevňovanie používania intuície v sledovanom období. Následne identifikujeme príčiny tohto neuspokojivého stavu prostredníctvom porovnaní využívania intuície v jednotlivých právnych formách MSP, analýzy vplyvu spôsobu rozhodovania o investíciách a uplatňovania strategického plánovania.

Kľúčové slová

investície, efektívnosť, malé a stredné podniky

Abstract

Deciding whether to adopt and implement the project, resp. portfolio of projects, or to reject them, belongs to one of the main activities of capital budgeting, as one of the key areas of financial management and decision – making of a company. The article presents the application problems related to the application of the theoretical knowledge on the evaluation

¹ Príspevok vznikol v rámci projektu VEGA 1/0913/14 „Riadenie kapitálu a rizík v podmienkach makroekonomických šokov“.

of economic effectiveness of investment projects in practice both generally, both in small and medium – sized enterprises (SMEs) in Slovakia. As the results of an empirical survey conducted in 62 SMEs in Slovakia reveal, intuition is the basic method of decision – making on investments in SMEs. Moreover, on the basis of comparison with previous years, we document the persistence and strengthening its use. Subsequently, we identify the causes of this unsatisfactory situation by comparing the use of intuition in different legal forms of SMEs, by analysis of the impact how investment decisions are provided and application of strategic planning.

Key words

investments, effectiveness, small and medium – sized enterprises

JEL Classification G31

Úvod

Význam kapitálového rozpočtovania z hľadiska nutnosti realizovať správne rozhodnutia spočíva v tom, že investičné projekty majú dlhodobý charakter a dlhodobé dôsledky na činnosť podnikateľského subjektu, sú kapitálovo náročné a významným spôsobom ovplyvňujú budúcu ekonomickú situáciu a hodnotu firmy, a teda i bohatstvo jej vlastníkov.

V malom podniku úspech investície (zapájajúcej občas celý vlastný kapitál) môže rozhodnúť o jeho ďalšej existencii. Preto správnosť investičných rozhodnutí je požadovaná omnoho viac než správnosť bežných prevádzkových rozhodnutí. Váha tohto problému implikuje, že investičnému rozhodnutiu by mali vždy predchádzať analýzy, ktorých dôkladnosť a rozsah musia byť prispôsobené zložitosti a rozsahu plánovanej investície. [8]

Napriek existencii celej rady odborných publikácií, ktoré sú podrobne venované problematike kapitálového rozpočtovania a hodnotenia investičných projektov (napr. [1], [5], [7], [9] a iné), vznikajú pri aplikácii metód ekonomického hodnotenia investičných projektov rôzne problémy. Signifikantným sa v tejto súvislosti stáva prispôsobenie sa podnikov novým podmienkam trhu EÚ. Mnohé problémy vyplývajú totiž práve z prechodu našej ekonomiky na trhovú ekonomiku a v tejto súvislosti je potrebné dať vlastníkom, resp. manažérom malých a stredných podnikov (MSP) určitý návod, ako sa s týmito problémami vysporiadať. V našich podnikoch existuje určitá zotrvačnosť, t.j. len malá ochota akceptovať nové trhové podmienky a z nich vyplývajúci odlišný spôsob prístupu k hodnoteniu economickej efektívnosti

investícií, ako tomu bolo v období centrálne plánovanej ekonomiky. Preto je potrebné poznávať, akým spôsobom sú firmy a ich manažéri schopní riešiť aktuálne problémy a ako pri tom využívajú dostupné teoretické poznatky.

Z tohto dôvodu sme v roku 2013 uskutočnili prieskum medzi 62 MSP v SR prostredníctvom dotazníka. Cieľom bolo zistiť, ako sa metódy hodnotenia ekonomickej efektívnosti investičných projektov uplatňujú v praxi MSP. Popri tom sme zdokumentovali, aké poznatky v oblasti strategického finančného riadenia a rozhodovania vlastníci, resp. manažéri majú a akým spôsobom ich dokážu využívať. Na základe zistených poznatkov bolo následne možné identifikovať príčiny stavu, ako i vypracovať určité odporúčania pre zlepšenie kvality strategického finančného riadenia a investičného rozhodovania MSP v SR.

Ako ukazujú výsledky uskutočneného empirického prieskumu, neznalosť jednotlivých teoretických metód hodnotenia ekonomickej efektívnosti či neschopnosť ich správnej aplikácie je najčastejšou príčinou nesprávnej, nedostatočnej, resp. žiadnej aplikácie týchto metód v praxi a základnou metódou pri rozhodovaní o investičných projektoch je intuícia.

Formálne článok pozostáva z dvoch častí. V prvej pojednávame o všeobecnom poňatí aplikačných problémov investičného rozhodovania v podmienkach SR. Druhá kapitola je venovaná prezentácii výsledkov empirického prieskumu.

1. Všeobecné poňatie problémov investičného rozhodovania v podmienkach SR

Rozhodnutiu o prijatí, resp. zamietnutí investičného projektu či celého portfólia projektov, predchádzajú aktivity týkajúce sa odhadu a predikcie kľúčových premenných ovplyvňujúcich ziskovosť investícií – kapitálových výdavkov, peňažných príjmov generovaných projektom (cash flow), výpočet nákladu kapitálu a teda minimálneho požadovaného výnosu. Po ich stanovení nasleduje výber metódy (metód) pre hodnotenie ekonomickej efektívnosti investičného projektu. Z kritérií pre hodnotenie ziskovosti sa spravidla uvádzajú a odporúčajú tie, ktoré sú založené na báze cash flow: čistá súčasná hodnota (ČSH), index ziskovosti, vnútorné výnosové percento (VVP) a doba návratnosti. Táto skupina je doplnená o kritériá vychádzajúce z účtovných hodnôt a patrí sem najmä rentabilita investovaného kapitálu. Pre všetky tieto kritériá sú vždy definované predpoklady, spôsob výpočtu a rozhodovacie funkcie pre prijatie, príp. zamietnutie projektu [9].

Aplikácia vyššie uvedených kritérií je vždy spojená so splnením určitých podmienok a predpokladov. Kľúčovým teoretickým problémom je otázka voľby diskontnej sadzby, resp. požadovanej miery výnosnosti, úroku, ktorý je do výpočtu vkladáný. Hodnota tohto úroku

môže samozrejme veľmi podstatne ovplyvniť výsledný prepočet a výslednú hodnotu napr. ČSH alebo iného kritéria. Preto je potrebné stanoveniu tejto úrokovej sadzby venovať náležitú pozornosť.

Problematika stanovenia diskontnej sadzby je však všeobecným problémom, s ktorým sa stretávame i vo vyspelých trhových ekonomikách, preto sa ním nebudeme bližšie zaoberať.

Skutočnosťou ďalej je, že ani to najlepšie kritérium nám nie je nič platné, pokiaľ nie sú k dispozícii presné údaje alebo vstupné informácie. Vymedzenie čo najpresnejších vstupných údajov je teda kľúčové pre správne posúdenie a vyhodnotenie daného investičného projektu. Ďalej budeme preto skúmať, ako náročné je pre podnik identifikovať vstupné údaje, ktorými v tomto prípade sú, ako sme už spomenuli skôr, kapitálové výdavky a peňažné príjmy z investície.

Určenie kapitálových výdavkov na stroje, výrobné zariadenia, dopravné prostriedky je pomerne presné, kapitálové výdavky pozostávajú z nákupnej ceny, ku ktorej sa pripočítajú dopravné náklady a náklady na inštaláciu.

Naproti tomu stanovenie budúcich výnosov, ktoré investícia prinesie, je náročnejšou úlohou, nakoľko:

- ide o ich predpoklad na dlhšie obdobie,
- sú ovplyvňované veľkým množstvom faktorov, ovplyvňovaných vývojom cien, úrokov, kurzov meny a pod., čo veľmi výrazne môže ovplyvniť hodnotenie investície.

V praxi je veľmi ťažké presne vyčíslieť cash flow, jednak kvôli neistote v odhade budúcich príjmov, ale predovšetkým je ťažké presne určiť cash flow, ktoré sa týka iba danej investície – t.j. *relevantného cash flow (relevant cash flow)*. Ten sa obvykle vyjadruje ako rozdiel očakávaného cash flow bez realizácie investície a očakávaného cash flow za predpokladu realizácie investície [2].

Po určení relevantného cash flow z projektu, považujeme daný projekt za istý druh „minifirmy“, t.j. porovnávame prínosy len tohto projektu s nákladmi na ich dosiahnutie.

Pozornosť je potrebné venovať i ďalším faktorom, ktoré ovplyvňujú cash flow, najmä:

- *časovanie (timing) peňažných tokov* – vo väčšine prípadov predpokladáme, že peňažné toky sú generované na konci časových období,
- *oportunitné náklady (opportunity costs)* – niektoré aktíva, ktoré bude projekt využívať (napr. pozemky), by bolo možné na trhu speňažiť, ušlý zisk preto pripočítame k nákladom analyzovanej varianty,

- *umŕtvené (utopené) náklady (sunk costs)* – náklady vynaložené v minulosti, ktoré už nemôžu ovplyvniť súčasné rozhodnutia a preto ich nezahŕňame do investičného rozhodovania,
- *vplyv na iné projekty (tzv. kanibalizácia, angl. side effects, erosion)* – peňažné toky paralelných projektov sa môžu vzájomne ovplyvňovať,
- *čistý pracovný kapitál a jeho zmeny* – nový projekt vyvolá spontánny nárast niektorých položiek súvahy (zásoby, pohľadávky z obchodného styku, záväzky z obchodného styku, ostatné záväzky a pod.); po ukončení projektu sa požiadavky na pracovný kapitál vrátia na pôvodnú hodnotu (pred jeho spustením).

Dôležitá je tiež otázka zahrňovania úrokov do prevádzkových nákladov. Úroky z úverov je samozrejme možné i v našich podmienkach započítať do daňovo uznateľných nákladov, t.j. úroky znižujú vykazovaný zisk a vzniká tzv. úrokový daňový štít. Niektorí zahraniční odborníci tvrdia, že pre účely hodnotenia ekonomickej efektívnosti investícií by sa do prevádzkových nákladov nemali zahŕňať úroky ako forma cudzieho kapitálu, nakoľko rozhodovanie o štruktúre financovania by nemalo byť závislé na rozhodovaní o prijatí či neprijatí projektu a ďalej argumentujú tým, že úrok je už zahrnutý v diskontnej sadzbe a pri zahrnutí úrokov do prevádzkových nákladov by boli zahrnuté vlastne dva krát [5]. Technicky je túto problematiku možné vyriešiť tiež tým, že sa úroky zahrnú do prevádzkových nákladov (zníži sa vykazovaný zisk) a potom je potrebné zvýšiť zisk o časť úroku dopadajúci po zdanení na podnik [2].

Čo sa týka kategórie zisku, je potrebné poznamenať, že v našej účtovníckej sústave nemáme kategóriu zisku ako napr. zisk pred úrokmi, odpismi a zdanením (EBITDA), resp. zisk pred úrokmi a zdanením (EBIT), ktoré sú používané vo vzorcoch na výpočet vyššie uvedených metód v anglo – americkej literatúre. V našich podmienkach rozlišujeme kategórie hospodárskeho výsledku z bežnej činnosti, z finančných operácií a hospodársky výsledok z mimoriadnej činnosti. Postupné prispôsobovanie sa našich účtovných štandardov medzinárodným štandardom môže tieto problémy odstrániť [6].

Výsledné peňažné toky, ktorých predpovedanie je, ako sme ukázali, veľmi náročné, je vhodné vyjadriť vo forme niekoľkých variantov, pričom pri každej stanovíme pravdepodobnosť, s akou môže daný variant v konečnom dôsledku nastať. Tým sa dostávame de facto k zahrňovaniu aspektu rizík a neistôt do investičného rozhodovania, ktorý tiež vplýva na ekonomickú efektívnosť investičného projektu a je teda potrebné s ním kalkulovať [3].

V súvislosti s identifikáciou aplikačných problémov hodnotenia ekonomickej efektívnosti investícií v podmienkach MSP sme v roku 2013 uskutočnili dotazníkový prieskum, ktorý je predmetom nasledovnej časti tohto článku.²

Charakteristika použitej výskumnej metódy

Situáciu, ako prebieha ekonomické hodnotenie investičných projektov v malých a stredných podnikoch³ na Slovensku, sme zisťovali analýzou.

Ako nástroj zistenia súčasného stavu sme využili prieskum realizovaný dotazníkovou metódou. Pri výbere vzorky bola použitá metóda nenáhodného zámerného výberu, pričom sme sa snažili vyberať respondentov tak, aby vo vzorke boli zastúpené malé a stredné podniky pôsobiace takmer vo všetkých podnikateľských sférach a častiach Slovenska.

Na prieskume sa zúčastnilo 62 respondentov, teda k dispozícii boli údaje zo 62 dotazníkov (prehľad respondentov je uvedený v tab. 1 a 2).

Tab. 1: Frekvenčná analýza pre identifikačné údaje respondentov

Právna forma:									
a.s.		s.r.o.		k.s.		SZČO		iné	
2	3,2%	10	16,1%	0	0%	48	77,4%	2	3,2%
Pôvod									
domáca		zahraničná							
60	96,8%	2	3,2%						
Počet zamestnancov									
mikro	do 10	malý	10 - 49	stredný	50 - 249				
52	83,9%	7	11,3%	3	4,8%				
Miesto podnikania									
BA a okolie		Západné SR		Stredné SR		Východné SR		Celé územie SR	
17	27,4%	13	21%	12	19,4%	10	16,1%	10	16,1%

Zdroj: vlastný prieskum, 2013

² Ide o druhú časť prezentácie výsledkov tohto prieskumu, 1. časť pozri [4]

³ Vymedzenie MSP v SR je podľa Smernice EK č. 2003/361/EC.

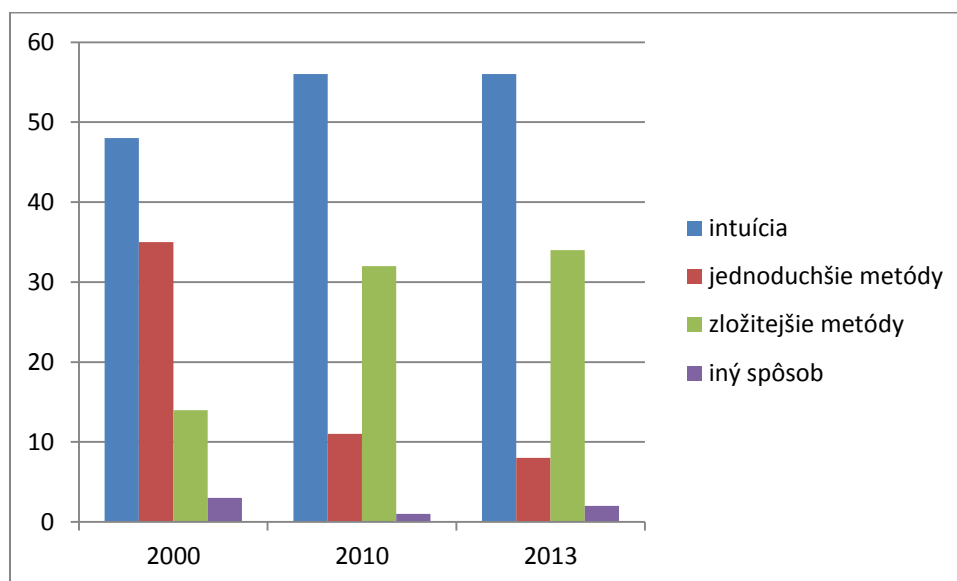
Tab. 2 Štruktúra respondentov podľa divízií Nace Rev. 2 Sk

	divízia	Počet PS absolútne	v %
A	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	1	1,6%
C	Priemyselná výroba	35	56,5%
F	Stavebníctvo	4	6,5%
G	Veľkoobchod a maloobchod	8	12,9%
H	Doprava a skladovanie	2	3,2%
I	Ubytovacie a stravovacie služby	11	17,7%
K	Finančné a poisťovacie činnosti	1	1,6%

Zdroj: vlastný prieskum, 2013

Výsledky prieskumu

Na základe výsledkov prieskumu môžeme konštatovať, že vo väčšine MSP sa o investíciách rozhoduje na základe intuície a skúseností majiteľa firmy. Ide o jav z hľadiska vývoja stabilný a očakávaný i pre najbližšie roky (obr. 1).



Obr. 1 Spôsob rozhodovania o investíciách v období 2000 – 2013 (%)

Zdroj: vlastný prieskum, 2013

Ako tiež vyplýva z obr. 1, v rámci MSP môžeme sledovať dve výrazné skupiny. Na jednej strane je veľká skupina majiteľov podniku, ktorí pred svojim investičným rozhodnutím

neprejavujú záujem o kalkuláciu efektívnosti budúcej investície. Na druhej strane sú podnikatelia, ktorí dávajú stále častejšie prednosť zložitým metódam hodnotenia efektívnosti plánovanej investície (napr. metóda ČSH, VVP). Početnosť oboch skupín sa takmer nemení, ale je možné všimnúť si postupné vzdľaľovanie sa tejto skupiny od skupiny využívajúcich pri hodnotení ekonomickej efektívnosti investícií jednoduché metódy.

Nepochybne dôležitou príčinou intuitívneho prístupu k riadeniu v MSP sú ich obmedzené možnosti. Kombinácia obmedzených vedomostí a času majiteľa spôsobujú, že v podniku sa nevykonávajú výpočty efektívnosti plánovanej investície.

Diferencovaná úroveň vzdelania majiteľov MSP, ako i ešte omnoho väčšia rôznorodosť povolání, ktoré reprezentujú, vplývajú na veľmi diferencovaný stupeň ich ekonomického vedomia. Správna príprava investičného rozhodnutia si vyžaduje komplexné ekonomické a (často) tiež technické znalosti. Úroveň všeobecných poznatkov o riadení podnikových financií sotva stačí v mnohých prípadoch majiteľom MSP len na riadenie bežnej prevádzkovej činnosti. Znalosť základných metód hodnotenia efektívnosti investičných projektov je stále nedostatočná.

Tabuľka 3 dokumentuje úroveň znalosti vybraných metód hodnotenia ekonomickej efektívnosti investícií v členení na zložitejšie metódy ČSH a VVP, jednoduchšie metódy reprezentované dobou návratnosti. Znova sa potvrdila i skutočnosť, že tí podnikatelia, ktorí prejavujú záujem o kalkuláciu efektívnosti investície, využívajú komplikovanejšie prepočty.

Tab. 3 Schopnosť používania vybraných metód hodnotenia ekonomickej efektívnosti investícií (bez vplyvu právnej formy podniku)

	Doba návratnosti	ČSH	VVP
Poznám a používam v praxi	2	16	22
Poznám, ale nevyžívam v praxi	7	17	26
Počul som	15	22	19
Nepočul som	76	45	33

Zdroj: vlastný prieskum, 2013

Ďalej sme zisťovali vplyv právnej formy MSP na schopnosť používania vybraných metód hodnotenia ekonomickej efektívnosti investícií.

Charakteristickým javom pritom je, že MSP podnikajúci vo forme právnických osôb (s.r.o., resp. a.s.) majú lepšie vedomosti o týchto metódach. Toto konštatovanie vyplýva i z porovnania údajov z tabuliek 4 a 5. Ak porovnáme prvé dva riadky týchto tabuliek, potom vidíme nielen vyššiu úroveň znalostí v prípade podnikateľov riadiacich spoločnosti s.r.o. a a.s., ale tiež vyššiu úroveň používania týchto poznatkov.

Tab. 4 Schopnosť používania vybraných metód hodnotenia ekonomickej efektívnosti investícií (MSP s právnou formou s.r.o. a a.s.)

	Doba návratnosti	ČSH	VVP
Poznám a používam v praxi	5	30	10
Poznám, ale nevyužívam v praxi	10	20	15
Počul som	10	10	10
Nepočul som	75	40	65

Zdroj: vlastný prieskum, 2013

Tab. 5 Schopnosť používania vybraných metód hodnotenia ekonomickej efektívnosti investícií (MSP podnikajúce ako SZČO)

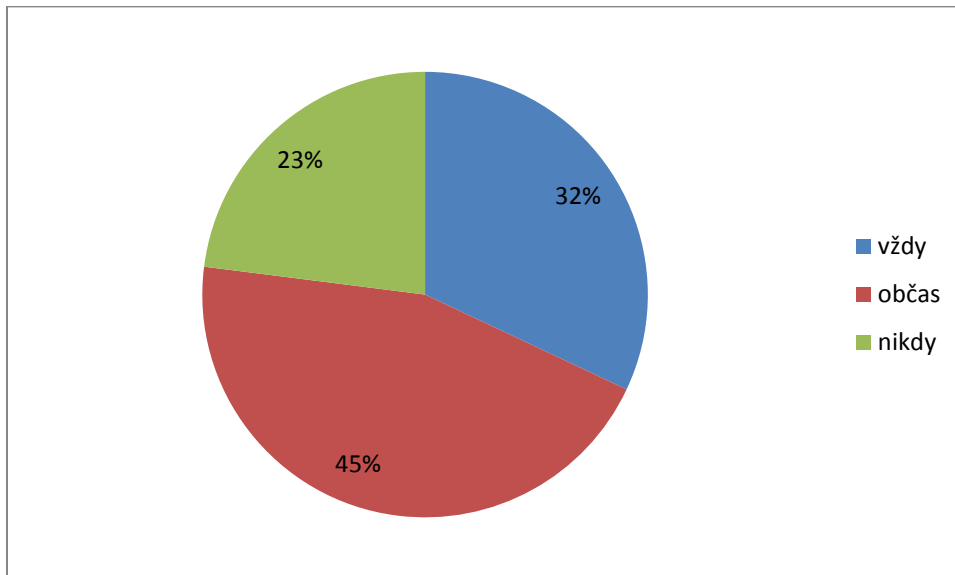
	Doba návratnosti	ČSH	VVP
Poznám a používam v praxi	12	2	1
Poznám, ale nevyužívam v praxi	16	11	6
Počul som	25	12	17
Nepočul som	47	75	76

Zdroj: vlastný prieskum, 2013

Prezentovaná nízka úroveň znalostí majiteľov MSP je ďalej umocňovaná nedôverou voči zamestnancom. Podnikatelia sú najčastejšie zvyknutí na samostatné rozhodovanie o všetkom, čo sa deje v ich podniku. Nie sú schopní podeliť sa s rozhodovacou mocou. Je pritom známe, že existuje určitý obmedzený počet ľudí, ktorý je jeden manažér schopný viesť. Len čo sa

však tento limit prekročí, je potrebné delegovať právomoc na podriadených, ktorí potom môžu rozhodovať v rámci svojich úloh. Podnikateľ, ktorý s takýmto riešením nesúhlasí, stráca možnosť dôkladnej prípravy manažérskych rozhodnutí. Najčastejšie sa sústreďuje na bežné prevádzkové rozhodnutia, následkom čoho sa základom pre rozhodovanie aj o mimoriadne dôležitých investíciách, stáva intuícia.

Z uskutočneného prieskumu vyplýva, že značná časť majiteľov MSP rozhoduje samostatne (obr. 2). Takmer ¼ dotazovaných podnikateľov poukázalo na úplný nezáujem o spoluprácu s tretími osobami v procese prípravy investičného rozhodnutia (t.j. iné osoby ako vlastníci spoločnosti). Polovica podnikateľov využíva túto možnosť spolupráce len občas. Len v 1/3 podnikov si štandardná procedúra rozhodovania o investíciách vyžaduje zapojenie väčšieho počtu osôb.



Obr. 2 Účast' tretích osôb v procese rozhodovania o investíciách v skúmaných podnikoch

Zdroj: vlastný prieskum, 2013

Presnejší obraz prezentovaného problému získame so zapojením vplyvu väzby medzi právnou formou subjektu a spôsobom rozhodovania o investíciách. Úroveň formalizácie rozhodovania o investíciách je najvyššia v spoločnostiach s ručením obmedzeným. Procedúry rozhodovania o investíciách v nich vo vyše 50 % prípadov vyžadujú spolupôsobenie viacerých osôb. Len v každej piatej spoločnosti s.r.o. rozhoduje o investíciách jedna osoba.

V porovnaní s MSP podnikajúcimi ako SZČO sa skupinovo rozhoduje o investíciách len zriedka. Samozrejme, individuálne rozhodovanie o investíciách je vlastnosťou podnikov s 1 osobou.

Investície podniku by mali byť výsledkom realizácie dlhodobých strategických plánov. Miesto toho majitelia MSP riadia svoje firmy bez vedomého plánovania. Z prieskumu vyplýva, že podnikateľské plány síce pripravujú 2/3 MSP, ale len v menej než 1/5 prípadov ide o plány spracované písomne. Z toho vyplýva, že plánovanie skutočne realizuje približne 22 % podnikateľov riadiacich MSP.

Takáto situácia znemožňuje riadnu prípravu investičných projektov a vedie k chaotickej investičnej činnosti. Za takýchto podmienok je správna realizácia hodnotenia ekonomickej efektívnosti projektov veľmi sťažená. Hodnotenie projektu musí byť postavené na prognózach vyplývajúcich zo znalostí dlhodobých zámerov podniku.

Nedostatok podnikateľských plánov v MSP má za následok, že investičný projekt nie je „osadený“ v širšom ekonomickom kontexte, všetky výpočty sú založené na veľmi slabých prognostických základoch. Investícia uskutočňovaná ad hoc núti podnikateľa k využívaniu intuície.

Záver

S prechodom na trhovú ekonomiku nadobudlo v každom podnikateľskom subjekte mimoriadny význam rozhodovanie o investíciách. V značnej miere totiž najmä podnikateľský subjekt rozhoduje, či bude alebo nebude určitú investíciu vrátane jej dôsledkov realizovať. Nevhodne zameraná a neefektívna investícia môže priviesť podnikateľský subjekt do finančnej tiesne a často aj k úpadku.

Uskutočnený empirický prieskum poukazuje na to, že najdôležitejšími príčinami využívania intuície ako základnej metódy pri rozhodovaní o investíciách v MSP v SR sú: nedôvera voči zamestnancom, nízka úroveň ekonomických znalostí (vrátane neznalosti metód hodnotenia ekonomickej efektívnosti investícií), ako i uskutočňovanie investičnej činnosti nie ako element dlhodobých plánov, ale skôr ako reakcia na bežné podnety vyplývajúce z trhových príležitostí. V posledných rokoch nadobúda na význame ešte jeden faktor – rast tempa priebehu hospodárskych procesov. Stále väčšiu hodnotu má schopnosť okamžitého rozhodovania. Rýchlosť rozhodovania sa stávajú významnejšími než dôkladný odhad efektívnosti investície. Je preto možné predpokladať, že vzhľadom k tomuto trendu sa budú viac aplikovať metódy, ktorých podiel zložitosti a objektivizmu je najnižší.

Použitá literatúra

- [1] BELANOVÁ, K. 2010. Teória a politika podnikateľských financií. Bratislava: EKONÓM, 2010. ISBN 978-80-225-3109-2
- [2] BELANOVÁ, K. 2012. Pri rozhodovaní o investíciách treba brať do úvahy aj súčasnú hodnotu príjmov a cash flow. In: *Finančný manažment*, No. 5 2012
- [3] BELANOVÁ, K. 2013. Nové postavenie manažmentu rizika. In: *Finančný manažment*, No. 11 2013
- [4] BELANOVÁ, K. 2014. Empirický prieskum hodnotenia investičných projektov v malých a stredných podnikoch v SR z aspektu rizík a neistôt. In: *Derivat*, No. 2 2014
- [5] BREALEY, R.A. - MYERS, S.C. 2004. Teorie a praxe firemních financií. Praha: Victoria Publishing, 2004. ISBN 978 – 80 – 265 - 0028 - 5
- [6] HRDÝ, M. 1998. Teoretické a aplikační problémy hodnocení ekonomické efektivity investičních projektů. In: *Účetnictví* No. 8 1998.
- [7] KISLINGEROVÁ, E. a kol.. 2010. Manažerské finance. Praha: C.H.Beck, 2010. ISBN 978 – 80 -740- 0194 -9
- [8] KUCZOWIC, J. – KUCZOWIC, K. 2005. Investiční rozhodování v malých podnicích. In: *Finanční řízení podniku a finančních institucí*. Ostrava: VŠB – TU. 2005.
- [9] SYNEK, M. a kol. 2011. Manažerská ekonomika. Praha: Grada Publishing, 2011. ISBN 978 - 80 – 247 – 1992 -4

Ing. Katarína BELANOVÁ, PhD.
Katedra financií
Fakulta národohospodárska
Ekonomická Univerzita
Dolnozemska cesta 1
852 35 Bratislava
SR
email: katarina.belanova@euba.sk